

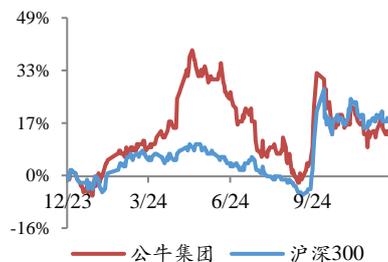
民用电工版图广阔，新能源业务进而有为

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-12-23

收盘价(元)	71.74
近12个月最高/最低(元)	131.59/61.01
总股本(百万股)	1,292
流通股本(百万股)	1,286
流通股比例(%)	99.56
总市值(亿元)	927
流通市值(亿元)	923

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001
邮箱：xucal@hazq.com

分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001
邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004
邮箱：yuqianying@hazq.com

分析师：成浅之

执业证书号：S0010524100003
邮箱：chengqianzhi@hazq.com

联系人：唐楚彦

执业证书号：S0010124070002
邮箱：tangchuyan@hazq.com

主要观点：

● 民用电工版图广阔，新能源业务进而有为

公牛集团是国内领先的民用电工产品制造商。公司早期专注于以转换器、墙壁开关插座为核心的民用电工产品的研发、生产和销售，此后凭借产品研发、渠道覆盖、品牌营销以及供应链等综合优势逐步拓展业务领域，目前已形成电连接（转换器+数码配件等）、智能电工照明（墙壁开关+LED照明+智能无主灯+生态品类）、新能源（储能业务+新能源充电桩等）三大业务板块，积极成为国际民用电工行业领导者。2016-2023年，公司营业收入由53.66亿元增长至156.95亿元，CAGR为14.36%；归母净利润由14.07亿元增长到38.70亿元，CAGR为13.48%。2024年前三季度，公司实现营业收入126.03亿元，同比增长8.58%；实现归母净利润32.63亿元，同比增长16.00%，业绩持续稳健增长。

● 电连接：优势产品增营收，现金牛业务发展稳健

1) 转换器：公牛转换器历经产品定位革新、渠道模式创新拓展、经销商管理三个方向的发展创新，实现了轨道插座、Z世代系列插座等深受用户喜爱的产品系列升级。**2) 数码配件：**公牛数码坚持第三方精品战略，基于对全场景用电需求的深入探索和市场趋势的敏锐洞察，上市了一系列创新产品。

● 智能电工照明：装饰零售渠道变革，智能生态或将破局

1) 墙壁开关：2023年，公司推动装饰渠道变革，将墙壁开关插座、LED照明、生活电器、无主灯、智能门锁等电工照明产品下沉至县镇市场，并启动了全品类旗舰店的建设布局，有力带动了全品类的发展。**2) LED照明：**2014年，公司依托渠道和品牌优势开始进入LED照明领域，把握消费者的需求变化，不断扩充产品品类，从球泡、筒灯逐步扩展至灯带、灯贴、吸顶灯等更多的照明产品，销售收入实现快速增长。**3) 智能无主灯：**公司为满足消费者家庭前装阶段一站式购买需求，从提供产品向提供更好更优的场景解决方案转型，以公牛和沐光双品牌运作的方式推动无主灯业务的快速发展。

● 新能源：丰富创新产品线，承接中长期发展

1) 新能源汽车充电业务：公司围绕电动汽车全面场景化充放电体验，不断完善新能源业务产品布局。充电枪和充电桩业务方面，公司根据B端和C端不同的特性推出系列产品，实现固定充、多点快充、便携充等多类续电场景使用。**2) 储能业务：**储能业务方面，公司针对欧洲以及国内市场，分别推出家庭储能和工商业储能产品。以工商业储能为例，公司推出了125KW、230KWh液冷工商储能柜，能够极大满足国内中小商业用户对新型能源的储用以及工业用电峰谷间调配需求。从渠道端来看，面向C端市场，公司主动拓展新能源汽车店、美容装潢店等专业分销商。

● 投资建议

我们看好公司基于转换器和墙开产品积累的民用电工市场份额与渠道，推动电连接业务与智能照明业务稳健增长。伴随 LED 照明业务进一步的渠道变革与拓展，智能家居生态与无主灯业务有望向好，加之积极推动国际化战略与拓展新能源市场，有望带来中长期业绩增长。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 170.77/186.74/203.25 亿元，分别同比增长 8.8%/9.4%/8.8%，归母净利润分别为 43.06/47.74/52.76 亿元，分别同比增长 11.3%/10.9%/10.5%。截至 2024 年 12 月 23 日，EPS 分别为 3.33/3.69/4.08 元，对应 PE 分别为 21.52/19.42/17.57 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济增速放缓风险，市场竞争加剧风险，新业务发展不达预期风险，新渠道、新市场开拓不达预期风险，原材料价格波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15695	17077	18674	20325
收入同比 (%)	11.5%	8.8%	9.4%	8.8%
归属母公司净利润	3870	4306	4774	5276
净利润同比 (%)	21.4%	11.3%	10.9%	10.5%
毛利率 (%)	43.2%	43.2%	43.4%	43.5%
ROE (%)	26.8%	27.6%	28.1%	28.5%
每股收益 (元)	4.36	3.33	3.69	4.08
P/E	21.94	21.52	19.42	17.57
P/B	5.90	5.93	5.46	5.01
EV/EBITDA	17.22	17.26	15.65	14.25

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2024 年 12 月 23 日收盘价计)

正文目录

1 民用电工版图广阔，新能源业务进而有为	6
1.1 四十年深耕民用电工，拓展优势业务全生态	6
1.2 家族企业股权集中，管理团队高效专业	8
1.3 营收盈利稳步增长，市场竞争优势显著	10
2 电连接：优势产品增营收，现金牛业务发展稳健	12
2.1 转换器：增量市场增速放缓，聚焦三大方向改革	13
2.2 数码配件：探索全场景用电需求，产业蓝海寻觅增长机会	16
3 智能电工照明：装饰零售渠道变革，智能生态或将破局	17
3.1 墙壁开关：传统行业发展稳定，创新单品保持领先	17
3.2 LED 照明：家居市场规模稳基数，光源替换需求涨空间	18
3.3 智能无主灯：电工基因完美融入，智能生态潜力突出	20
4 新能源：丰富创新产品线，承接中长期发展	23
4.1 新能源汽车充电业务：新能源前景广阔，新产品布局完善	23
4.2 储能业务：电工技术基础雄厚，创多元化能源产品	25
5 盈利预测及投资建议	27
6 风险提示	28
财务报表与盈利预测	30

图表目录

图表 1 公司主营业务产品矩阵	6
图表 2 公司发展历程	7
图表 3 公司业务革新发展历程	8
图表 4 公司股权结构图 (截至 2024Q3)	8
图表 5 公司核心管理层团队情况	9
图表 6 公司股权激励计划	10
图表 7 公司高管薪酬和股利支付	10
图表 8 2016-2024 年前三季度公司营业收入及 YOY (亿元, %)	11
图表 9 2016-2024 年前三季度公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	11
图表 10 公司分产品业务收入 (亿元)	11
图表 11 公司分地区业务收入 (亿元)	11
图表 12 公司主营业务毛利率情况 (%)	12
图表 13 公司分产品毛利率情况 (%)	12
图表 14 2016-2023 年公司销售、管理、研发、财务费用率 (%)	12
图表 15 2016-2023 年公司归母净利率 (%)	12
图表 16 2018-2024H1 电连接业务营收规模、单价及 YOY (亿元, 元/件, %)	13
图表 17 2018-2023 年电连接产品产销情况 (万件)	13
图表 18 2019-2024Q1 中国移动插座行业市场规模及 YOY (亿元, %)	13
图表 19 2024-2030 年中国移动插座行业预测市场规模及 YOY (亿元, %)	13
图表 20 2016-2022 年全球智能插座市场规模 (亿美元, %)	14
图表 21 2016-2022 年中国智能插座市场规模 (亿元, %)	14
图表 22 公牛转换器发展历史总结及渠道概况	15
图表 23 2016-2020 年公司转换器业务营收及 YOY (亿元, %)	15
图表 24 2016-2019 年公司转换器业务毛利率 (%)	15
图表 25 2018-2025 年全球 3C 数码配件市场规模及 YOY (亿美元, %)	16
图表 26 2018-2025 年中国 3C 数码配件周边细分市场规模 (亿美元)	16
图表 27 2016-2021 年数码配件业务营收及 YOY (亿元, %)	17
图表 28 公牛集团数码配件产品系列概况	17
图表 29 2018-2026 年全球英标墙开插座市场规模及 YOY (亿元, %)	17
图表 30 2018 年我国墙开插座行业市场竞争格局 (%)	17
图表 31 2016-2019 公牛集团经销商分类情况 (个)	18
图表 32 2023 年公牛集团营销渠道概况	18
图表 33 2019-2024 年中国 LED 照明市场规模及 YOY (亿元, %)	19
图表 34 2016-2023 年家用照明行业规模及增速 (亿元, %)	19
图表 35 公牛集团 LED 照明业务发展历程	20
图表 36 智能家居供应链概况	21
图表 37 2024 年用户购买智能家居产品趋势 (%)	21
图表 38 2024 年中国家居产业链供应设备占比 (%)	21
图表 39 2019-2027 年泛家居全渠道销售额规模及 YOY (亿元, %)	22
图表 40 2016-2023 年中国家用照明行业智能产品占比 (%)	22
图表 41 公牛集团智能生态产品链	22

图表 42 沐光无主灯大师方案示图.....	23
图表 43 2017-2023 年中国新能源消费量（亿吨标准煤，%）.....	24
图表 44 2015-2023 年中国电动车充电桩累计数量（万台，%）.....	24
图表 45 2016-2023 年新能源汽车保有量、充电桩保有量及车桩比（万辆，万台，%）.....	24
图表 46 2023 年中国电动汽车公共充电桩市场份额占比 CR10（%）.....	24
图表 47 公牛充电桩/枪产品矩阵.....	25
图表 48 2018-2027 年全球储能市场新增装机规模及 YOY（GW，%）.....	26
图表 49 2020-2025 中国新兴产业电力消费结构（亿千瓦时，%）.....	26
图表 50 公牛集团在储能供应链的产品性能布局.....	27
图表 51 公司分业务收入预测（万元）.....	27
图表 52 盈利预测和估值.....	28
图表 53 可比公司估值.....	28

1 民用电工版图广阔，新能源业务进而有为

1.1 四十年深耕民用电工，拓展优势业务全生态

公牛集团是国内领先的民用电工产品制造商。公司创立于1995年，并于2020年在上海证券交易所上市。从“插座”（即转换器）这一细分领域开始，不断推动功能、技术与设计的创新，开发了大批深受消费者喜爱的新产品，常年在转换器及墙开领域市占率排名第一。早期专注于以转换器、墙壁开关插座为核心的民用电工产品的研发、生产和销售，此后凭借产品研发、渠道覆盖、品牌营销以及供应链等综合优势逐步拓展业务领域，目前已形成电连接（转换器+数码配件等）、智能电工照明（墙壁开关+LED照明+智能无主灯+生态品类）、新能源（储能业务+新能源充电桩等）三大业务板块，积极成为国际民用电工行业领导者。

图表 1 公司主营业务产品矩阵



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

四十年民用电工领域耕耘，产品业务架构层次分明。复盘公司发展历程，主要分为两个方向：从业务拓展历程来看，1995-2006年：扎根转换器业务，抓住全国家电化红利。创立之初即树立“用不坏的插座”的安全形象，从良莠不齐的同行产品中脱颖而出。1996年首推按钮式开关插座，替代了业内普遍使用的翘板式开关。2001年转换器市占率全国第一。2007-2013年：首创“配送访销”，多品类破局增长。2007年公司进入墙壁开关插座领域，依托原有业务积累的渠道资源与品牌知名度以及差异化产品定位快速打开市场；2012年首创儿童保护插座和IMR装饰开关上市；2015年墙壁开关市占率全国第一。2014年，智能照明行业时逢转型升级，公司相继进入LED照明领域、数码配件领域。2016年，成立数码精品工厂，正式进军数码配件业

务。2020年，凭借LED照明业务基础，切入智能家居市场，形成了以无主灯为核心，涵盖智能门锁、智能晾衣机等全屋智能产品的生态布局。同时，在能源结构变革的时代趋势下，公司新能源业务凭借多年来用电技术和品牌优势的积累，布局新能源充电枪/桩业务和储能业务。从渠道拓展历程来看，2001年，成立宁波班门电器，发展海外市场。2004年，与日本电工巨头OHM战略合作，正式进入海外市场。2009年，首创配送访销模式，快速促进终端网点和销售扩张。2015年，成立电商事业部，进驻天猫旗舰店、京东、1号店等大型电商平台；同时销往印度、菲律宾等地。2021年，公司在传统优势电商平台天猫、京东继续保持良好增长、引领行业，同步加速抖音、拼多多等新型平台布局。在装饰渠道领域，逐步利用数字化手段进行线上线下载流量融合，引入旗舰店新零售模式。2023年，成立国际事业部，组建德国、印尼等海外子公司，快速整合内外部资源，全面启航海外市场。

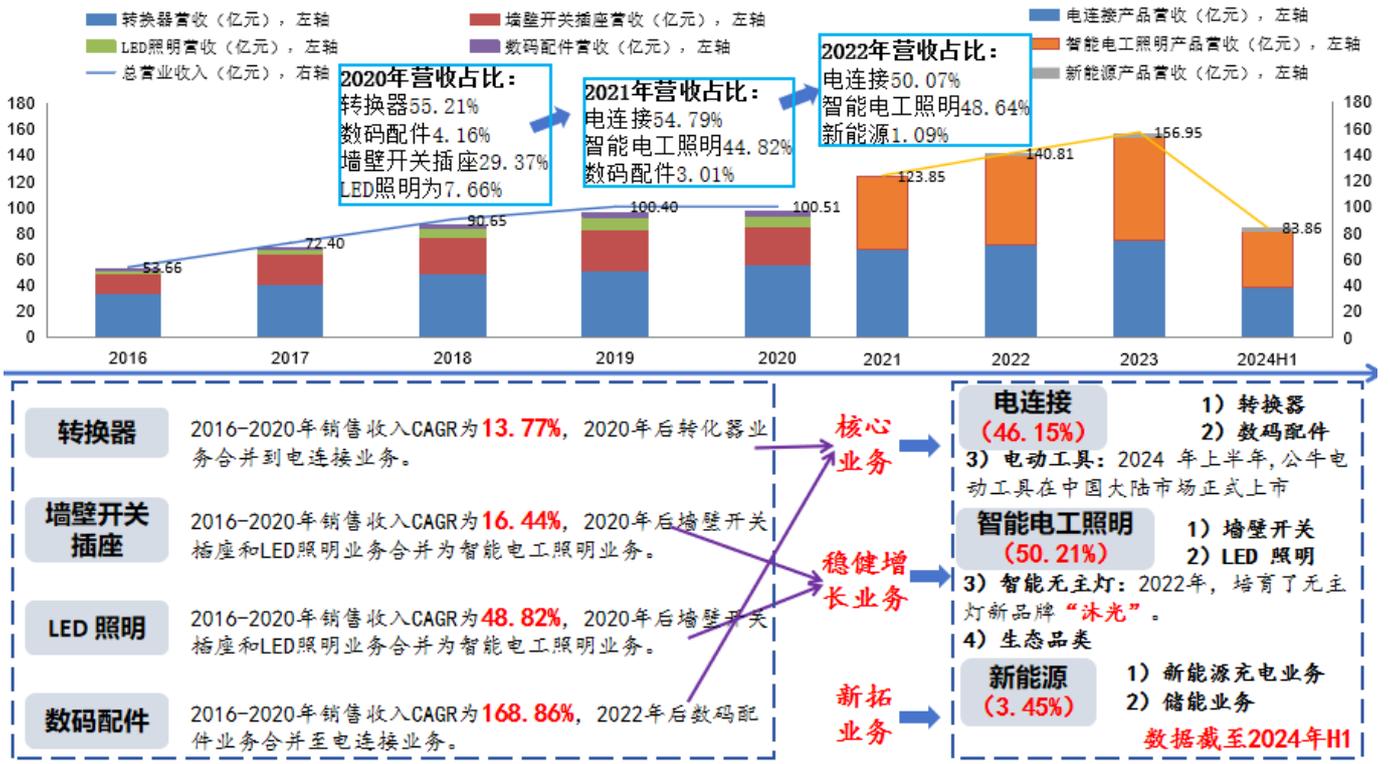
图表 2 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

公司的业务革新发展历程可以分为三个阶段。1995-2007年，现金牛业务崛起阶段：1995年入局转换器行业，前期靠产品、中期靠营销、后期渠道壁垒遥遥领先。定位“安全插座”，5年成为全国第一，2001年公司以超20%的市占率成为行业第一。从制造“高品质”插座到制造“安全”插座，逐步确立在转换器行业的优势。2007-2020年开发第二增长曲线阶段：2007年公司进入墙壁开关插座领域，创新实施配送访销模式，进军电商，并开始涉足LED照明和数码配件业务，同时引入外部投资人优化治理。2020-2030年探寻新发展阶段：2020年孵化新能源业务，主打新能源汽车充电桩、充电枪以及户外便携式储能产品，顺应绿色能源和智能出行的时代趋势。目的是在保持传统业务基础上，拓展到智能家居和新能源领域，深化渠道变革，加速新业务渠道开拓，承接未来中长期业绩增长。2024H1，公司三大业务板块电连接业务、智能电工照明业务、新能源业务营收占比分别为46.15%、50.21%、3.45%；同比营收增速分别为5.23%、11.69%、120.22%。

图表 3 公司业务革新发展历程

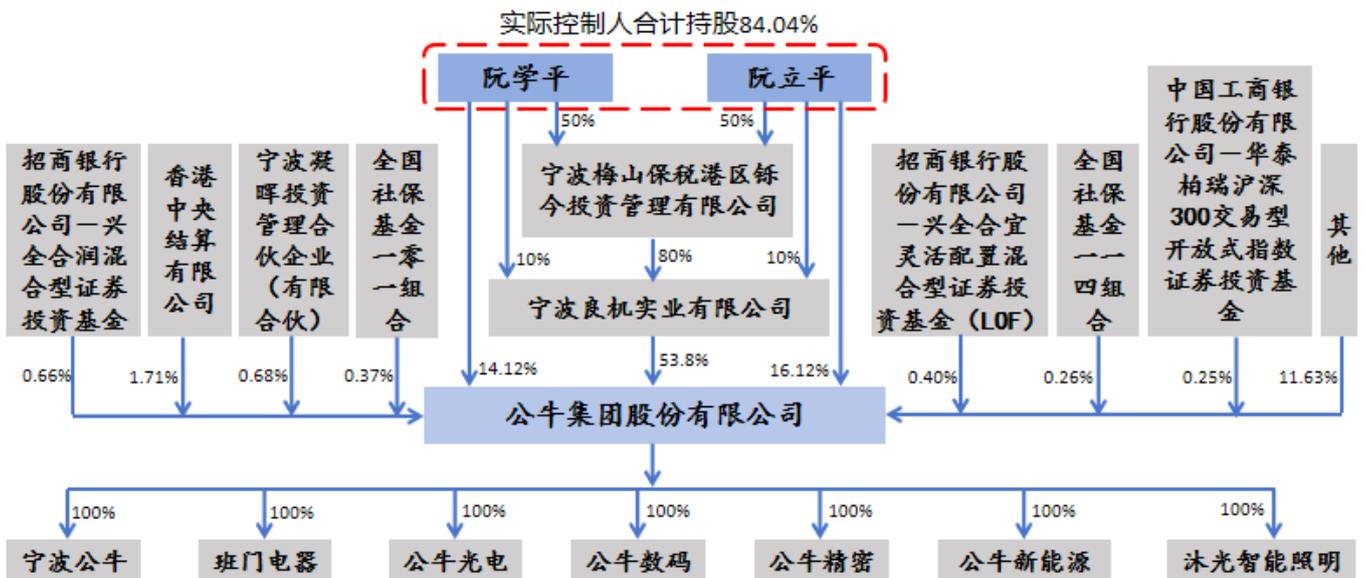


资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

1.2 家族企业股权集中, 管理团队高效专业

公司由家族企业起家, 股权结构集中。截至2024Q3, 创始人阮立平任董事长兼总经理, 阮氏兄弟(阮立平、阮学平)为公司实际控制人, 合计直接持股30.24%, 合计通过宁波良机间接持股53.80%, 总持股比例为84.04%, 股权结构集中稳定。

图表 4 公司股权结构图 (截至2024Q3)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

核心管理层团队能力出众，为公司做出巨大贡献。公司拥有了一支以董事长阮立平先生为核心的优秀管理团队，并引入了周正华、刘圣松等一批来自于美的集团、TCL、爱帝威国际电工等同行公司、既精通光电墙开技术又熟悉国际沟通协作的复合型管理人才。其中，董事长阮立平先生作为公司创始人，曾任水电部杭州机械设计研究所工程师，民用电工行业经验丰富，且对新产品新趋势有着前瞻性眼光。其资深专业背景培养了公司强研发、重品质的技术优势与氛围。

图表 5 公司核心管理层团队情况

姓名	职务	履历
阮立平	董事长、总裁	1964 年出生，本科学历，中国国籍，拥有新加坡永久居留权、香港居民身份证。曾任水电部杭州机械设计研究所工程师，公牛集团有限公司董事长兼总裁等。现任公牛集团董事长、总裁，主要兼任公牛光电总经理，良机实业执行董事等。
阮学平	副董事长	1972 年出生，初中学历，中国国籍，拥有新加坡永久居留权、香港居民身份证。曾任慈溪公牛生产经理、公牛集团有限公司副董事长等。现任公牛集团副董事长，主要兼任慈溪公牛执行董事，良机实业监事等。
刘圣松	董事、资深副总裁、董事会秘书、财务总监	1970 年出生，本科学历，工程师，中国国籍，无境外永久居留权。曾任猴王集团科学技术部主任助理，美的集团股份有限公司高级经理，奥克斯集团有限公司战略运营总监、事业部副总经理，江西正邦科技股份有限公司总裁助理、事业部总经理，公牛集团有限公司副总裁。现任公牛集团董事、资深副总裁、董事会秘书、财务总监，拥有上海证券交易所董事会秘书职业资格。
周正华	董事、资深副总裁	1972 年出生，硕士研究生学历，中国国籍，无境外永久居留权。曾任中山嘉华电子（集团）有限公司进料品质控制（IQC）技术员，合一集团有限公司质量控制（QC）主管，美的集团股份有限公司产品公司总经理，公牛集团有限公司副总裁。现任公牛集团董事、资深副总裁、墙开事业部总经理。
俞颖其	监事会主席	1976 年 12 月出生，本科学历，中国国籍，无境外永久居留权，曾任浙江省慈溪市公务员，博威集团有限公司董事、副总裁，宁波博德高科股份有限公司董事，现任第三届企业反舞弊联盟副会长，公牛集团副总裁、监事会主席，审计监察中心负责人。
李国强	资深副总裁	1967 年出生，大专学历，中国国籍，无境外永久居留权。曾任 TCL 国际电工（惠州）有限公司区域经理，爱帝威国际电工（惠州）有限公司营销总监，公牛集团营销副总裁。现任公牛集团资深副总裁。

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

公司拥有注重激励的企业文化和注重股东回报的企业治理。1) 从企业文化看，公司秉承“安全用电专家”的定位，持续围绕消费者需求进行产品创新升级，引领年轻化、高端化、智能化的行业发展潮流，愿景是“国际民用电工行业领导者”，强调社会责任。2) 从股权激励看，2024 年公司限制性股票激励计划首次授予的激励对象总人数为 888 人，包括公司中层管理人员及核心技术（业务）骨干。2022-2024 年考核指标设置为当年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度的平均水平且不低于前两个会计年度平均水平的 110%。公司针对 2021-2023 年限制性股票激励计划分别确认股权激励费用 960/3990/3980 万元。此外，公司多次回购股份，并进行高管增持，例如 2022 年，计划不低于 2 亿元；2024 年，计划不低于 2.5 亿元。3) 从员工薪酬看，公司不断完善薪酬管理与激励体系，提升员工薪酬回报的竞争力，为了更有效地支持国际化业务的推动，对驻外/海外员工的福利与激励政策进行专项调整。

图表 6 公司股权激励计划

	2022 年股票期权激励计划	2023 年限制性股票激励计划	2024 年限制性股票激励计划
激励总数 (万股)	368.45	257.94	343.91
当时总股本占比	0.25%	0.25%	0.27%
授予数量(万股)	150.18	151.00	243.00
授予价 (元/股)	63.06 元/股	75.75 元/股	53.74 元/股
覆盖人数	646 人 (董事、高级管理人员、 核心管理人员及核心骨干)	750 人 (核心管理人员及核心骨干)	888 人 (核心管理人员及核心骨干)
考核目标	2023 年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度 (即 2020-2022 年) 的平均水平且不低于前两个会计年度 (即 2021-2022 年) 平均水平的 110%	2023 年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度 (即 2020-2022 年) 的平均水平且不低于前两个会计年度 (即 2021-2022 年) 平均水平的 110%	2024 年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度 (即 2021-2023 年) 的平均水平且不低于前两个会计年度 (即 2022-2023 年) 平均水平的 110%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 公司高管薪酬和股利支付

姓名	职务 (现任)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
阮立平	董事长、总裁	270.80	301.57	283.03	301.12	287.17	354.42
阮学平	副董事长	247.44	248.62	248.00	248.00	248.00	248.00
刘圣松	董事、副总裁、 董事会秘书	198.70	221.66	226.34	284.04	293.75	326.93
周正华	董事、副总裁	235.81	238.74	251.96	361.42	409.90	370.72
高管薪酬合计 (万元)		1940.25	2122.19	2089.16	2436.63	2507.90	3397.19
高管薪酬 yoy		-	9.38%	-1.56%	16.63%	2.92%	35.46%
归母净利润 (亿元)		9.84	23.04	23.13	27.80	31.86	38.64
归母净利润 yoy		-	134.15%	0.39%	20.19%	14.60%	21.28%
现金分红 (亿元)		-	-	22.85	12.36	14.79	20.12

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

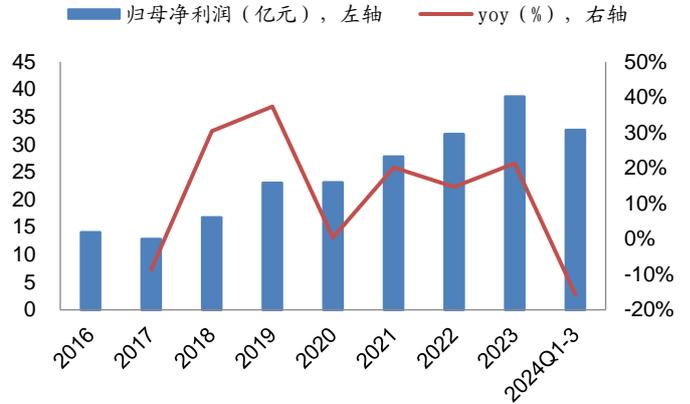
1.3 营收盈利稳步增长，市场竞争优势显著

业务稳健发展，营收规模和盈利能力稳步增长。2016-2023 年，公司营业收入由 53.66 亿元增长至 156.95 亿元，CAGR 为 16.57%；公司归母净利润由 14.07 亿元增长到 38.70 亿元，CAGR 为 15.55%。2024 年前三季度，公司实现营业收入 126.03 亿元，同比增长 8.58%；实现归母净利润 32.63 亿元，同比增长 16.00%，业绩依旧稳健增长。源于公司在电连接业务的优势进一步巩固，智能电工照明业务在房地产深度调整中仍实现了较快的增长；加之新能源业务乘势而上，取得了跨越式发展。根据情报通数据，2024 年 Q1-Q3，公司转换器产品、墙壁开关插座产品在天猫市场线上销售排名均为第一；新能源汽车充电枪、充电桩产品，天猫市场线上

销量在第三方品牌中稳居领先地位。

图表 8 2016-2024 年前三季度公司营业收入及 yoy (亿元, %)

图表 9 2016-2024 年前三季度公司归母净利润及 yoy (亿元, %)



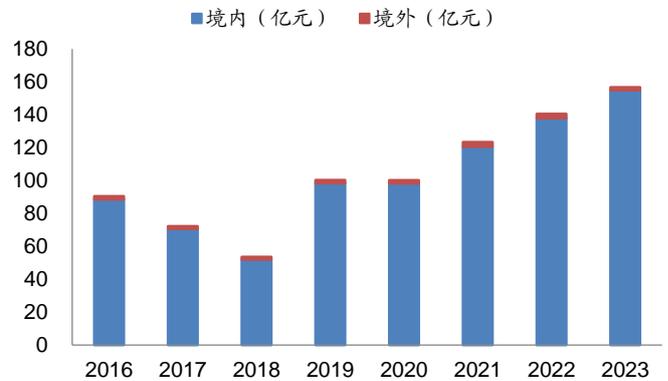
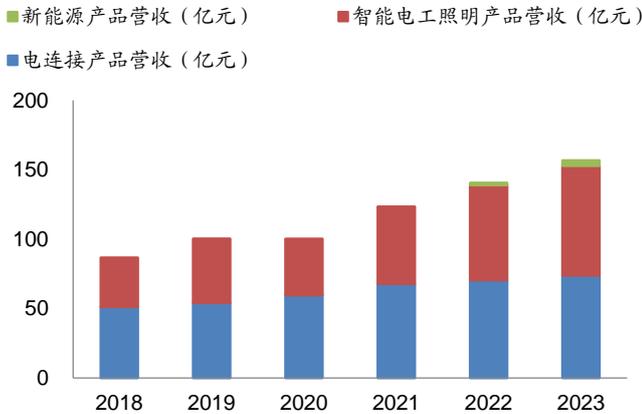
资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

优势业务贡献明显, 海外市场有待拓展。分业务看, 电连接产品和智能电工照明产品是公司主要的收入来源, 2023 年分别实现营业收入为 73.87/79.02 亿元, 分别占总收入的比例为 47.14%/50.43%, 同比增长 4.77%/15.37%, 主要系核心产品中转换器和墙开产品的市占率持续提升; 2023 年新能源产品实现营业收入 3.80 亿元, 同比增长 148.37%, 占总收入的比例为 2.43%。分地区看, 公司产品消费市场主要为国内市场, 2023 年境内收入占比为 98.88%。

图表 10 公司分产品业务收入 (亿元)

图表 11 公司分地区业务收入 (亿元)

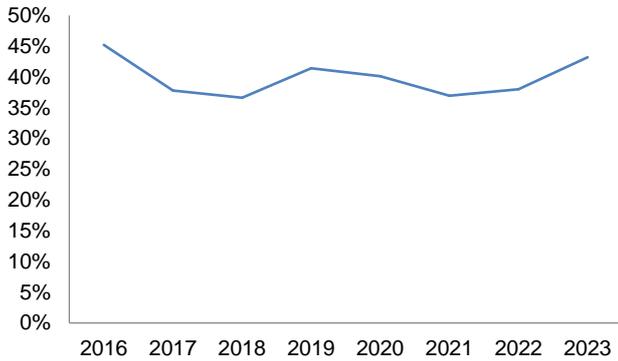


资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

房地产深度调整及电工产品转型变化影响下, 毛利率逐渐回暖上升。公司主营业务毛利率由 2016 年的 45.21% 下降至 2023 年的 43.20%, 期间毛利率的下滑主要受原材料铜价的上升影响。近年来, 公司供应链精益制造优势持续改善, 如今公司已实现核心品类接近 100% 的自制率, 只有部分新品和配套产品采用 OEM 模式, 高自制率推动毛利率提升。

图表 12 公司主营业务毛利率情况 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

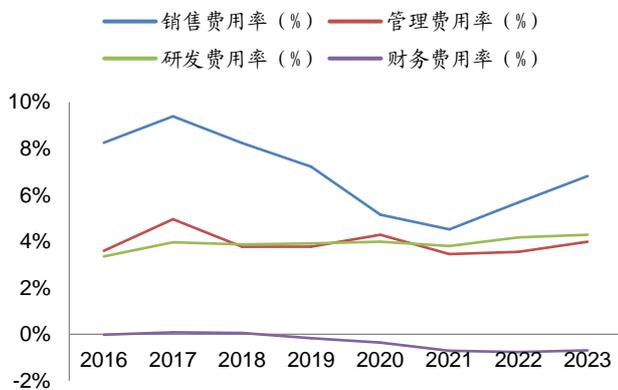
图表 13 公司分产品毛利率情况 (%)



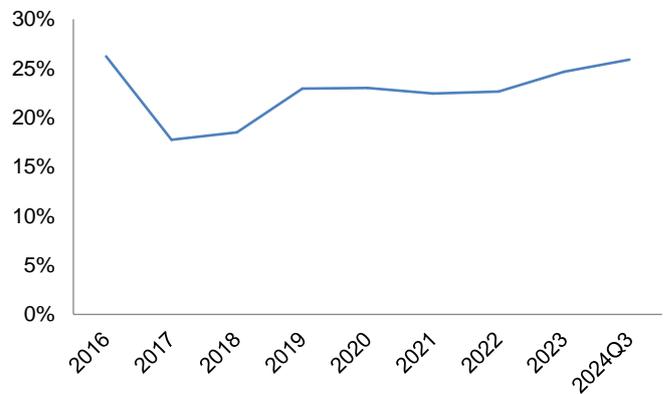
资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

重视研发和销售渠道投入, 费用率较为稳定。公司聚焦电工行业基础及关键共性技术研究, 持续提升产品开发和技术创新, 研发支出从 2016 年的 1.80 亿元增长至 2023 年的 6.73 亿元, 研发费用率由 3.35% 提升至 4.29%。2023 年, 公司销售/管理/财务费用率分别为 6.82%/3.99%/-0.69%, 同比+1.1/+0.4/+0.1/+0.1pct。销售费用增长源于公司积极开发精品店、潮玩店等新渠道网点和构建精益营销和同城短视频引流能力, 推动终端网点店升级。公司 2024 年第三季度归母净利率 24.3%, 同比降低 0.4pct, 2024 年前三季度归母净利率 25.9%, 同比增长 1.7pct。

图表 14 2016-2023 年公司销售、管理、研发、财务费用率 (%) 图表 15 2016-2023 年公司归母净利率 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所



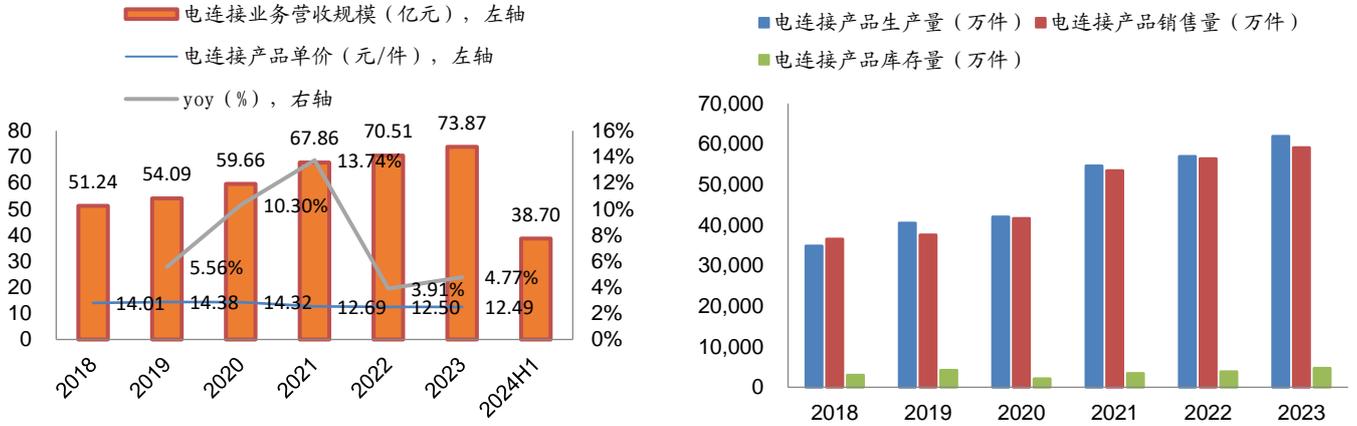
资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

2 电连接: 优势产品增营收, 现金牛业务发展稳健

电连接产品作为公司的核心业务, 是推动产品焕新, 强化公牛时尚、高端的品牌新形象, 实现稳健增长的关键助力。2018-2023 年公司电连接业务营业收入从 51.24 亿元增长至 73.87 亿元, CAGR 为 7.59%; 收入占比为 47.14%, 是公司业绩稳定增长的基石。2018-2023 年电连接产品产销量分别从 3.49/3.66 亿件增长至

6.19/5.91 亿件, CAGR 分别为 12.18%/10.08%。2024H1 公司电连接业务实现营业收入 38.70 亿元, 同比增长 5.23%。2018-2023 年公司电连接产品单价从 14.01 元/件降低至 12.49 元/件, 产品单价变动比较平稳。

图表 16 2018-2024H1 电连接业务营收规模、单价及 yoy 图表 17 2018-2023 年电连接产品产销情况 (万件)
(亿元, 元/件, %)



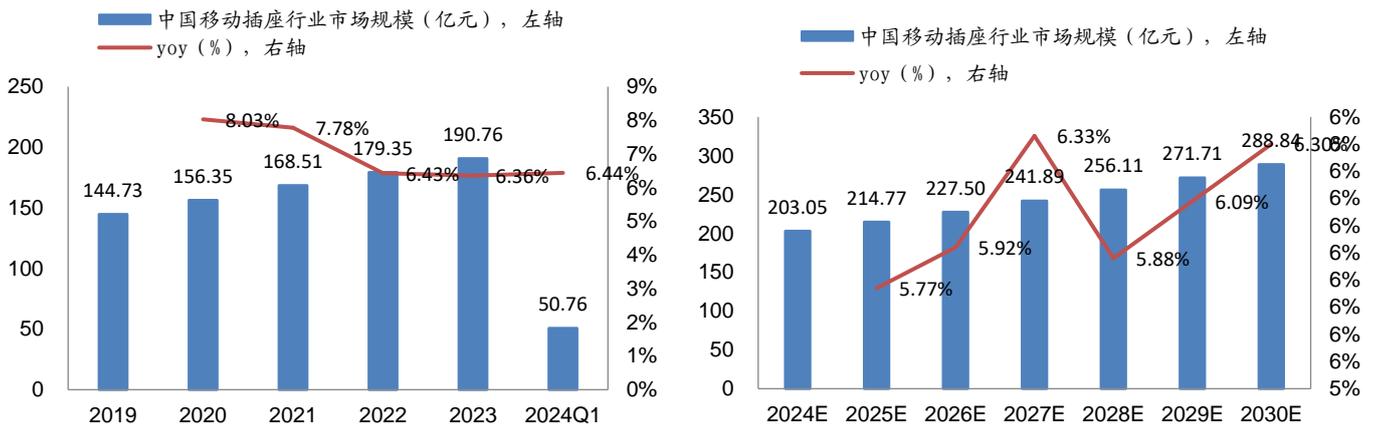
资料来源: 公司年报, 招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 公司年报, 招股说明书, 华安证券研究所

2.1 转换器: 增量市场增速放缓, 聚焦三大方向改革

我国转换器行业兴起于上世纪 90 年代, 随着大家电和小家电产品品类不断丰富和拓展, 已经全面涵盖厨房、生活、个人护理等各方面, 大幅提升了家庭对转换器、墙壁开关插座等电源连接产品的需求。因此, 家用电器保有量的不断扩大为转换器、墙壁开关插座等电源连接性产品提供了不断增长的市场需求。根据智研瞻产业研究院数据, 2023 年我国移动插座行业市场规模已达 190.76 亿元, 到 2030 年市场规模将达 288.84 亿元, 24-30 年预计 CAGR 为 6.05%。

图表 18 2019-2024Q1 中国移动插座行业市场规模及 yoy 图表 19 2024-2030 年中国移动插座行业预测市场规模及 yoy (亿元, %)



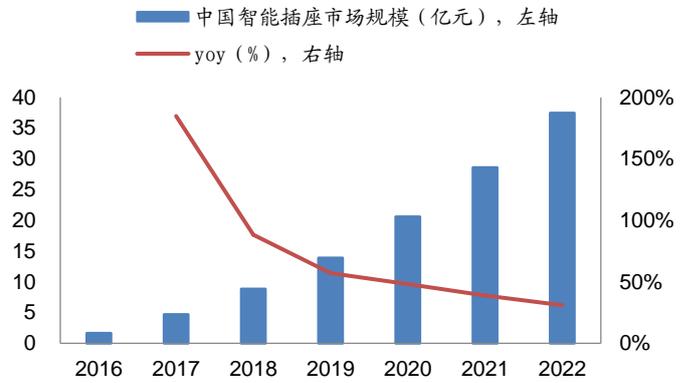
资料来源: 智研瞻产业研究院, 华安证券研究所

资料来源: 智研瞻产业研究院, 华安证券研究所

智能家居市场释放发展红利, 推动智能排插行业新趋势。智能排插拥有远程控制、定时开关、能源监测等功能, 迎合了消费市场的智能化趋势, 同时具备 USB 充电接口、过载保护等功能的多功能排插也是市场的主流产品之一。根据智研咨询数据, 2022 年全球智能插座市场规模约为 23.84 亿美元, 同比增长 14.8%; 2022 年

中国智能插座行业市场规模约为 37.48 亿元，同比增长 31.0%。根据恒州诚思 (YH Research) 研究数据，全球智能插座的核心厂商公牛、小米、德力西作为前三大厂商占有全球约 19% 的市场份额。随着技术革新和市场需求变化，中国排插行业发展将更加年轻化、高端化、智能化，并不断更迭升级智能化、节能环保的产品。

图表 20 2016-2022 年全球智能插座市场规模(亿美元,%) 图表 21 2016-2022 年中国智能插座市场规模(亿元,%)

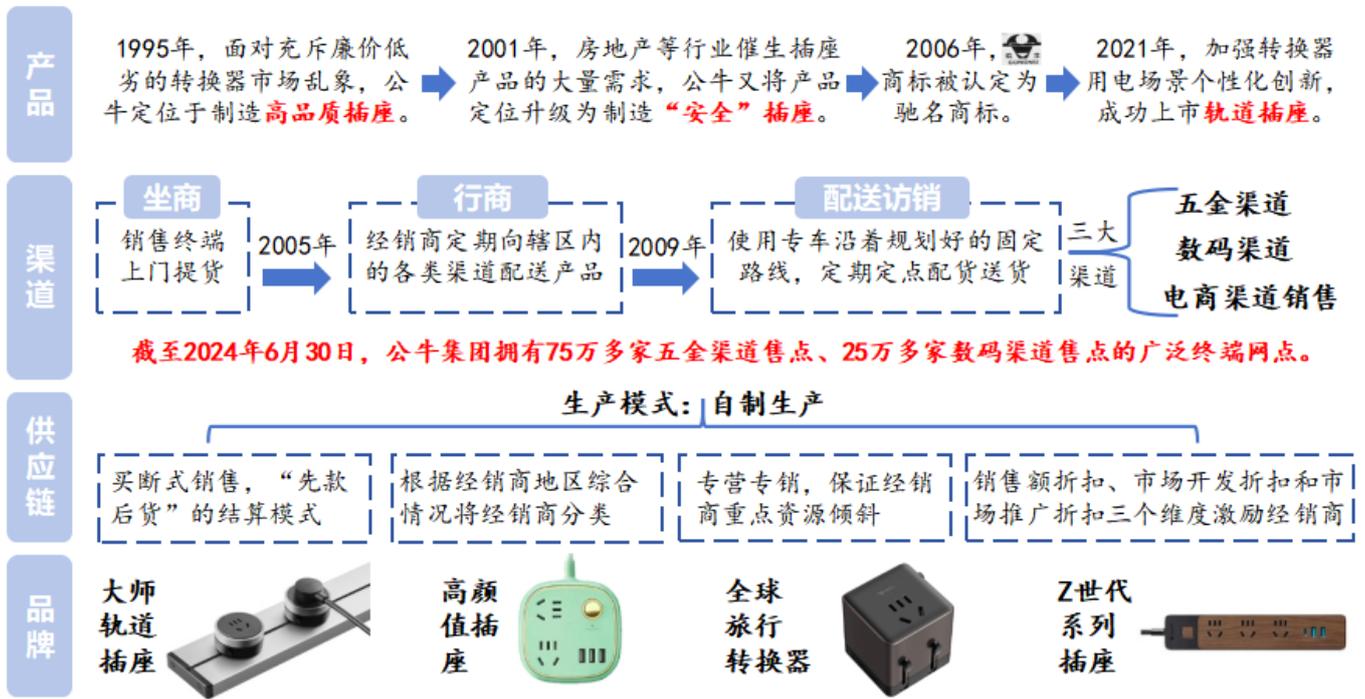


资料来源：智研咨询，华安证券研究所

资料来源：智研咨询，华安证券研究所

公牛转换器历经产品定位革新、渠道模式创新和拓展、经销商管理三个方向的发展创新，实现了轨道插座、Z 世代系列插座等深受用户喜爱的产品系列升级。从产品定位来看，自 1995 年创立以来，公司从“插座”（即转换器）这一细分领域开始，始终坚持“安全用电专家”的定位。从产品渠道来看，截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有 75 万多家五金渠道售点、25 万多家数码渠道售点，通过广泛布局的线下五金渠道、数码渠道，以及电商渠道销售及时、便捷地为消费者提供优质的产品和服务。2023 年，线上电商渠道不断巩固电连接品类的行业优势地位，产品市占率在高基数上继续攀升，公司电商渠道逐步建立了从创新产品开发到爆品打造的全链路精细化管理。从产品供应链来看，公司在电连接品类的生产制造领域形成了完备的、垂直一体化的供应链布局，从铜、塑料粒子等原材料加工开始即进入到自制环节，伴随着供应链精益化、自动化、信息化方面的不断深化，在品质、成本和效率上形成了较强的竞争优势。公牛对经销商的管理十分细致并为其提供诸多支持：1) 实施“先款后货”的结算模式；2) 推行专营专销，保证经销商资源倾斜；3) 从销售额折扣、市场开发折扣、市场推广折扣三个维度激励经销商。

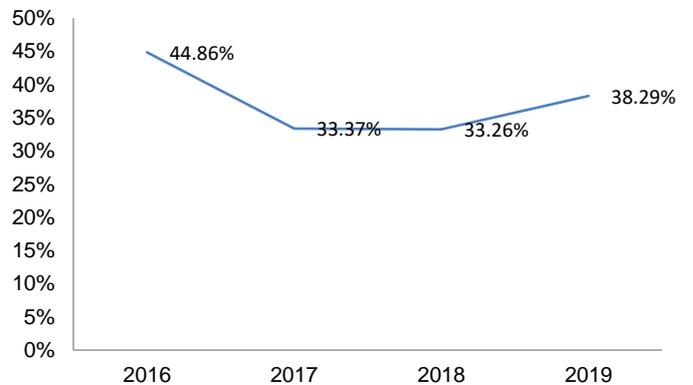
图表 22 公牛转换器发展历史总结及渠道概况



资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

依托转换器市占率领先优势，转向全品类民用电工领军企业。公司 1995 年从转换器业务起家，2001 年达到转换器市占率全国第一。转换器业务优势稳固后，逐步将能力圈拓展至墙壁开关、LED 照明等领域。2016-2020 年公司转换器业务营业收入从 33.12 亿元增长至 55.49 亿元，CAGR 为 13.77%。在国内转换器市场上，公牛转换器产品聚焦不同群体的多样化场景需求、海外市场的差异化需求进行创新。同时通过自主研发和渠道建设创新具备了较强的市场竞争力，在与诸多国际电工品牌的总体市场份额竞争中取得了优势。根据情报通数据，2024 年 Q3，公司转换器产品在天猫市场线上销售排名为第一。

图表 23 2016-2020 年公司转换器业务营收及 yoy (亿元, %) 图表 24 2016-2019 年公司转换器业务毛利率 (%)



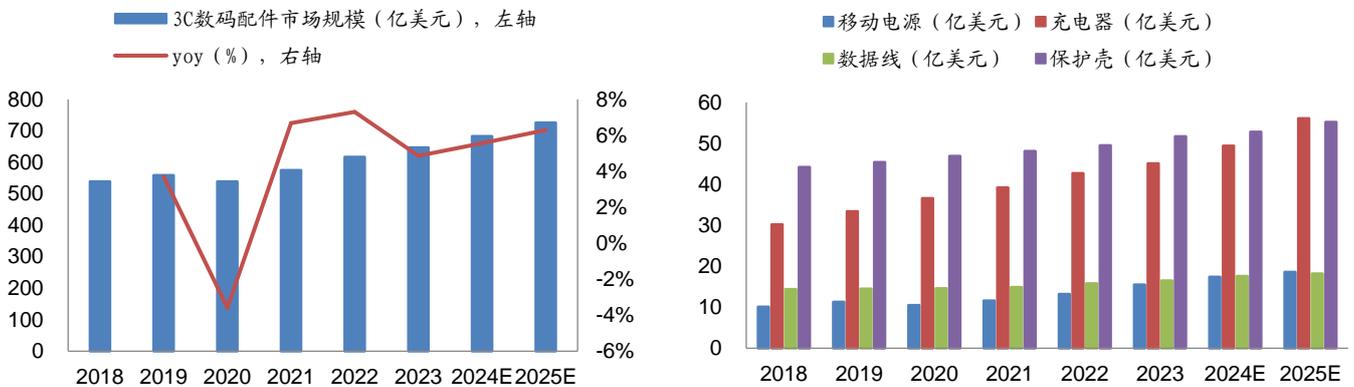
资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，华安证券研究所

2.2 数码配件：探索全场景用电需求，产业蓝海寻觅增长机会

全球数码配件市场呈现快速增长趋势。从2010年开始，智能手机以及平板电脑等消费电子产品，在短短十几年间快速普及并且不断迭代，推动3C智能相关周边产品更新换代，各种新设计、新功能和新应用领域的配件产品层出不穷，不断创新前沿产品并拓宽消费者的需求边界，使全球3C数码配件市场维持了良好的增长态势。据QYResearch《全球3C数码配件市场报告2024-2030》预测，2030年全球3C数码配件市场规模将增长至17396.1亿美元，2024-2030年CAGR为7.6%。根据华经产业研究院数据，全球3C智能周边市场规模由2018年的539亿美元增长至2022年的617亿美元，预计2025年将增长至726亿美元。同时，3C数码配件周边细分市场也快速发展，2022年中国充电器市场规模为42.7亿美元，预计2025年将增长至56.1亿美元；保护壳膜市场规模为49.5亿美元，预计2025年将增长至55.2亿美元。

图表 25 2018-2025 年全球 3C 数码配件市场规模及 yoy (亿美元, %) 图表 26 2018-2025 年中国 3C 数码配件周边细分市场规模 (亿美元)



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

深入探索全场景用电需求，积极发展数码配件业务。2016年，公司顺应消费电子产业发展趋势，开始培育数码配件新种子业务，致力于为消费者提供更好的移动用电体验与更优质的品牌产品。在不到两年时间内，公司迅速推出了数据线、防过充充电器、金属车充、移动电源等一系列产品，2018年取得销售收入2.77亿元，2016年-2018年CAGR为507.22%。2023年，公牛数码坚持第三方精品战略，基于对全场景用电需求的深入探索和市场趋势的敏锐洞察，上市了一系列创新产品。针对多场景小体积插座需求，公司突破了行业技术壁垒，通过创新的结构和工业设计，推出了“小电舱”插座，满足了用户在功能和性能上的双重需求；针对桌面用电场景，公司推出的立式智能数显插座以全能取电、安全用电、节省空间为特点，成为了数码产品桌面上的优选搭配；针对快充场景，2023年公司结合自研的“充满自动断电技术”推出氮化镓防过充充电器，为数码产品电池健康提供更好的保护；针对无线充电场景，公司推出了全新的磁吸无线充移动电源，极大地提升了移动场景的充电体验。

图表 27 2016-2021 年数码配件业务营收及 yoy(亿元,%) 图表 28 公牛集团数码配件产品系列概况



- 高端移动电源
- 安卓数据线苹果数据线
- 安卓尼龙编织数据线
- 数显车载USB充电器
- 苹果尼龙编织数据线
- Type-C数据线、USB充电器
- Type-C尼龙编织数据线
- 二合一数据线
- 多国旅行转换器
- 魔方USB插座
- WiFi智能转换器
- 自动防过充USB充电器
- 金属车载USB充电器
- 大车车载USB充电器



资料来源：公司年报，华安证券研究所

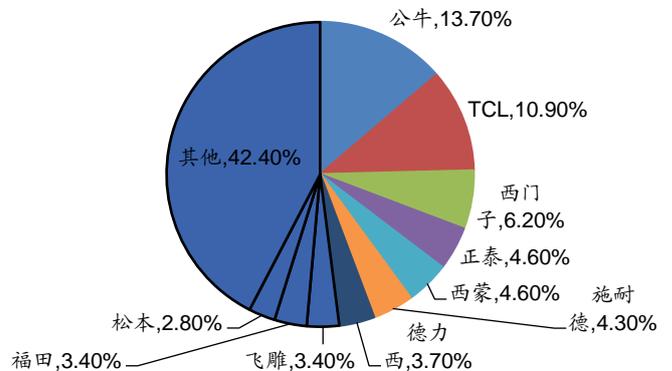
资料来源：公司官网，华安证券研究所

3 智能电工照明：装饰零售渠道变革，智能生态或将破局

3.1 墙壁开关：传统行业发展稳定，创新单品保持领先

国内开关插座行业的市场供求、技术水平、生产规模都趋于稳定，已进入成熟阶段。随着房地产市场的企稳发展，国内开关插座市场增速将放缓，但家装行业逐年稳定增长，未来装饰行业将会成为开关插座的重要需求增长点。特别是当前智能家居的发展中，使用壁式开关板作为接入点为行业带来了新的发展空间。墙壁开关行业随着智能家居和物联网技术的发展，正经历着从传统机械开关向智能开关的转变。智能墙壁开关不仅具备远程控制、定时开关和场景联动等功能，还能够集成到家庭自动化系统中，实现灯光、电器的智能管理。根据中国电器科学研究院数据，全球英标墙开插座市场规模由 2018 年的 69.2 亿元增长至 2023 年的 82.4 亿元，预测 2026 年将增长至 93.7 亿美元，2018-2026 年的 CAGR 为 3.86%。

图表 29 2018-2026 年全球英标墙开插座市场规模及 yoy (亿元,%) 图表 30 2018 年我国墙开插座行业市场竞争格局 (%)



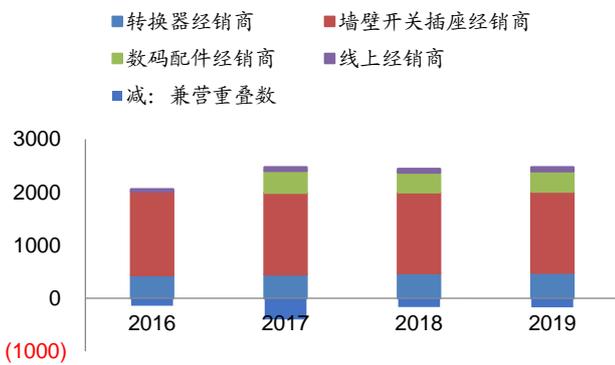
资料来源：中国电器科学研究院，华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

经销商常年数量稳定，精细化管理进一步强化渠道优势。经过长期的渠道建设

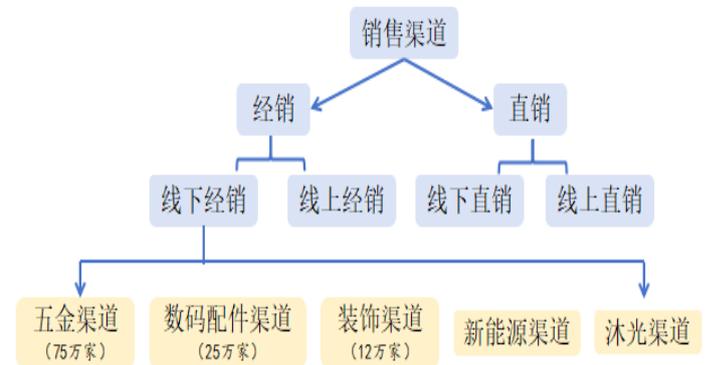
和优化完善,公司逐步形成了一批合作关系稳定、市场开拓能力良好的经销商。经销商作为经营架构的主体,至招股书披露节点(2019H1)经销商数量达2317家。2023年,装饰渠道推动墙壁开关插座、LED照明、生活电器、公牛无主灯、智能门锁等电工照明产品下沉至县镇市场,并启动了全品类旗舰店的建设布局,有力带动了全品类业的发展。顺应行业发展趋势,装饰渠道全面发力拓展头部装企,打造以无主灯、墙壁开关、轨道插座为核心品类的全屋用电解决方案,同时通过中小装企、中小工程的开拓,打造新的战略型增长渠道。2023年装饰渠道积极运用公牛业务管理体系的方法论工具,赋能渠道合作伙伴,通过精益市场规划、价值销售、精益零售等工具有效提升渠道能力。墙开以线上超薄大板系列产品领跑品牌高端化、时尚化升级,实现全网市占率突破性提升,目前公司拥有超过12万家的装饰渠道售点。

图表 31 2016-2019 公牛集团经销商分类情况 (个)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 32 2023 年公牛集团营销渠道概况

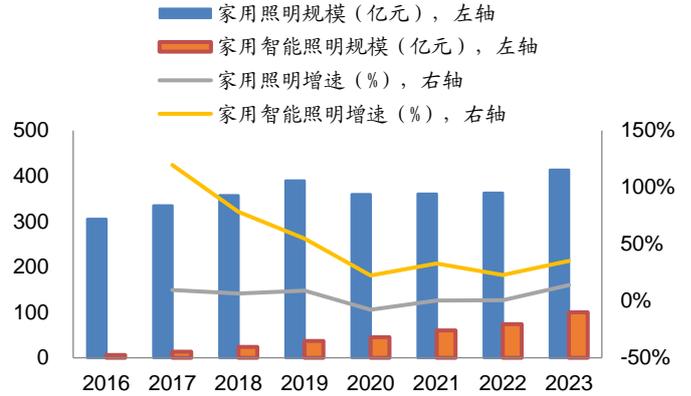
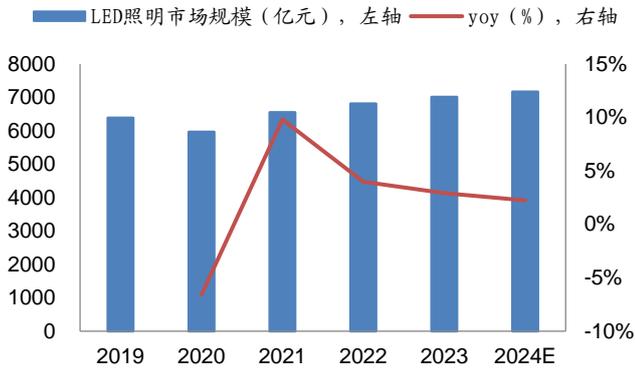


资料来源: 公司年报, 招股说明书, 华安证券研究所

3.2 LED 照明: 家居市场规模稳基数, 光源替换需求涨空间

与全球照明市场发展同频,中国 LED 照明在绿色照明、健康照明、智能家居市场快速扩张。根据 Research Nester 数据,2023 年 LED 全球照明市场规模为 846.9 亿美元,预计到 2036 年底将达到 4758.8 亿美元,2024-2036 年的 CAGR 约为 14.2%。根据中商产业研究院数据,按下游应用环节产值计算,中国 LED 照明市场规模由 2019 年的 6388 亿元增长至 2023 年的 7012 亿元,CAGR 为 2.33%。预计随着中国 LED 照明渗透率进一步提升,中国 LED 照明市场规模保持较大幅度增长。根据中国照明电器协会数据预测,2024 年中国 LED 照明市场规模将达到 7169 亿元。其中,从 2016 年到 2022 年家用智能照明一直呈现出高速增长的势头,市场占有率从 2016 年仅 2.0% 上升至 2023 年的 24.2%,7 年间占比提升 22.2pct。

图表 33 2019-2024 年中国 LED 照明市场规模及 yoy(亿元, %)
图表 34 2016-2023 年家用照明行业规模及增速(亿元, %)

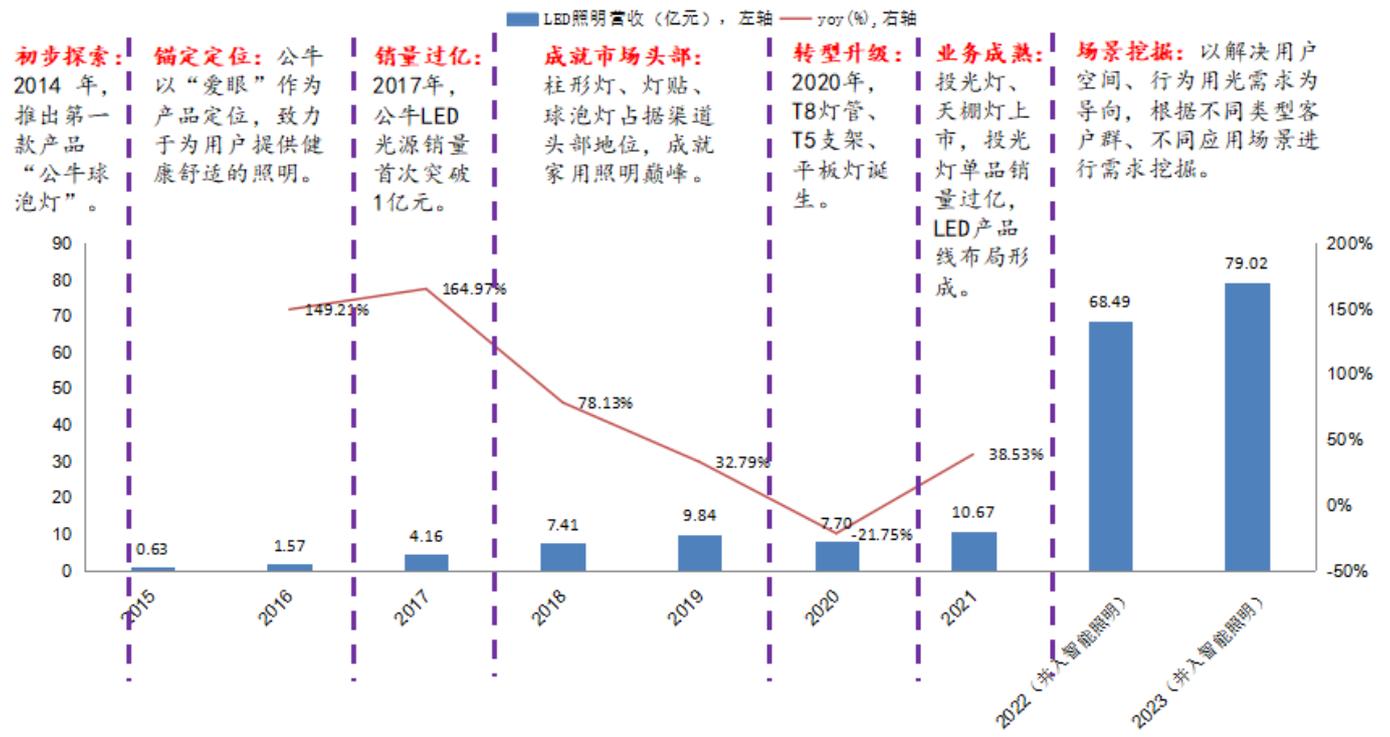


资料来源: 中国照明电器协会, 中商产业研究院, 华安证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

以“公牛爱眼照明”定位切入照明市场，并不断发展完善产品线。2014年，公司依托渠道和品牌优势开始进入LED照明领域，把握消费者对视力健康尤其是儿童视力保护日益重视的需求变化，以“爱眼”作为产品定位，推出了多款具有防频闪、防蓝光等功能的LED照明产品。近几年公司不断扩充产品品类，从球泡、筒灯逐步扩展到灯带、灯贴、吸顶灯等更多的照明产品，销售收入也实现了快速增长，2021年，LED照明业务实现销售收入10.67亿元，2015年-2021年销售收入CAGR为60.24%。从发展历程来看，2014年，第一款产品“公牛球泡灯”正式上市；2015—2016年，以“爱眼”作为产品定位，致力于为用户提供健康舒适的照明；2017年，公牛LED光源销量首次突破1亿元；2019年，柱形灯、灯贴、球泡灯占据渠道头部地位，成就家用照明巅峰；2020年，转型开始，T8灯管、T5支架、平板灯诞生；2021年，投光灯、天棚灯上市，投光灯单品销量过亿，LED产品线布局形成；2023年，公司继续不断丰富和扩展产品线，开发并上市了二级能效平板灯，高亮度天棚灯、三防灯、太阳能路灯等多种品类，并针对读写场景，成功推出全新一代爱眼台灯产品——星阅系列。

图表 35 公牛集团 LED 照明业务发展历程



资料来源：商业新知，招股说明书，公司年报，华安证券研究所

3.3 智能无主灯：电工基因完美融入，智能生态潜力突出

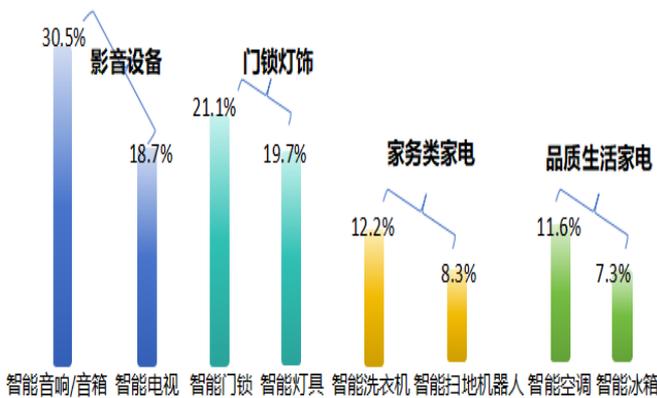
全球智能生态市场规模稳步增长，中游智能家居应用空间广阔。2020 年以来，随着物联网、5G 等技术的逐渐成熟，智能家居行业迎来了全面爆发期，尤其是 2022 年以来，随着人工智能的应用普及，智能家居在智能化、互联化、个性化方面呈现出飞速发展的态势，智能家居与智能穿戴设备结合的使用场景将成为未来发展的主要趋势之一。智能家居行业上游主要为技术层，包括元器件和中间件供应，其中元器件供应又包括芯片、传感器和电容等；中间件供应主要包括通讯模块、智能控制器等；此外，行业上游还涉及基础层，包括 AI 技术、电信和云服务。智能家居行业中游主要是智能家居设备制造和方案设计，参与者类型包括全屋智能解决商、传统家电厂商、智能单品制造商等。下游消费市场可分为线上卖场、线下卖场、五金建材、地产酒店等。与此同时，伴随家居装饰市场对“光空间”的探索以及消费者审美意识的觉醒，无主灯超前的设计理念逐渐走红。智能无主灯以智能灯光系统为核心，以无处不在的照明产品融合为网络节点，联动个人家庭安防、门锁、面板、家电等设备来实现全屋智能化。受益于智能照明和无主灯行业的快速发展，智能无主灯增长潜力突出。

图表 36 智能家居供应链概况



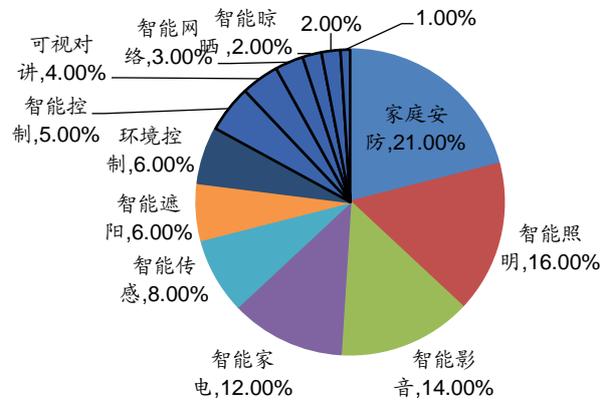
资料来源: CSHIA, 华安证券研究所

图表 37 2024 年用户购买智能家居产品趋势 (%)



资料来源: 巨量算数, 华安证券研究所

图表 38 2024 年中国家居产业链供应设备占比 (%)



资料来源: CSHIA, 华安证券研究所

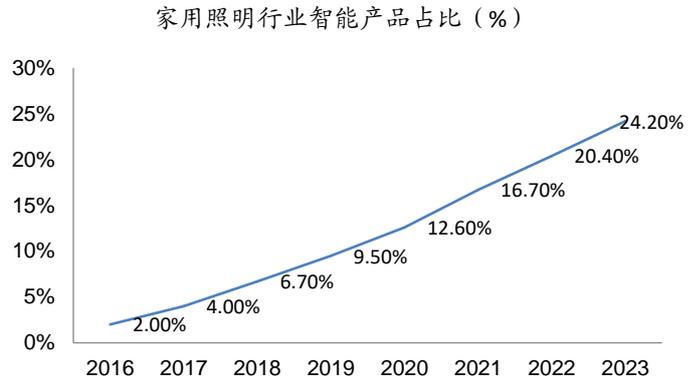
智能家居市场增长迅速, 推动智能照明需求增长。在二手房与旧房改造等存量房需求释放、消费者体验型需求升级、智能家居种类创新等因素的驱动下, 泛家居全渠道销售额保持稳定增长。2019-2023 年间泛家居全渠道销售额 CAGR 为 1.3%, 2023 年达 4.6 万亿。预计 2023-2027 年间泛家居全渠道销售额 CAGR 保持 3.8%, 2027 年高达 5.3 万亿。与此同时, 2016-2023 年中国家用照明行业智能产品占比从 2% 增长至 24.2%, 一直呈现出高速增长的势头, 8 年间占比增长 22pct。

图表 39 2019-2027 年泛家居全渠道销售额规模及 yoy(亿元, %)



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

图表 40 2016-2023 年中国家用照明行业智能产品占比 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 36 氪, 华安证券研究所

公司已形成了以智能无主灯为核心的家庭前装智能生态体系。公牛为满足消费者家庭前装阶段一站式购买需求, 从提供产品向提供更好更优的场景解决方案转型, 不断迭代创新浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机、风扇灯、断路器等产品。2023 年, 公司从装修趋势、人群特点、使用场景、使用习惯及痛点洞察, 把握用户对不同空间场景的差异化需求。在浴室场景, 2023 年推出以天圆地方理念为设计原点的浴霸产品 Y30 系列、首推采用新材料新技术的速热浴霸产品 Y18、及电热式暖风烘干机 M02, 具备美观的外观设计和优异的产品性能。在餐卧场景, 先后推出装饰性更强的超薄隐形风扇灯、无叶风扇灯等产品。在阳台场景, 推出更符合年轻人消费美学的“超薄蝉翼”J04 系列晾衣机及线性 J06 系列晾衣机。在入户场景, 标配“猫眼+屏幕”、独创偏心把手, 优化智能门锁全线产品性能设计, 打造优秀产品。

图表 41 公牛集团智能生态产品链



资料来源: 公司官网, 艾瑞咨询, 华安证券研究所

公司以公牛和沐光双品牌运作的方式推动无主灯业务的快速发展。沐光品牌无主灯致力于为消费者提供套系化智能灯光解决方案，除了能放大灯光魅力，提升空间质感，无主灯射灯最重要的一个特点就是更能契合不同的家庭生活场景。沐光无主灯主要围绕氛围科技、健康科技、智能科技全面布局灯光方案和产品线：聚焦健康光方案首推 T200、S100、D220 三大护眼产品线，有效助力销售转化；声光联动氛围光方案“狂欢 party、舒缓解压、日暮归家”；公牛自研的沐光 MoS 系统聚焦用户对灯光的核心需求，开通百变光效商城，实现用户一键下载的便捷控制和独特体验。

图表 42 沐光无主灯大师方案示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

4 新能源：丰富创新产品线，承接中长期发展

4.1 新能源汽车充电业务：新能源前景广阔，新产品布局完善

“双碳”助推新能源发展，利好充电基础设施建设。2023 年，全国能源消费总量为 54.1 亿吨标准煤，其中天然气、风电、太阳能发电等新能源消费量占能源消费总量的 26.1%，上升 0.4 个百分点。根据我国能源消费总量和新能源占比计算，2023 年我国新能源消费量达到 15.10 亿吨标准煤。根据 EVCIPA 数据，2015-2023 年，我国电动汽车充电桩建设规模不断扩大。截止 2023 年 12 月，全国充电基础设施累计数量为 859.6 万台，同比增加 65%。截至 2023 年公共充电桩运营商 CR5 达 65.15%，CR15 达 92.00%，全国公桩保有量前五的运营商特来电/星星充电/云快充/国家电网/小桔快充市占率分别为 19.19%/16.54%/16.43%/7.21%/5.78%，行业高度集中。特来电 2020-2023 年公桩市占率分别为 25.69%/21.99%/20.19%/ 19.19%，一直保持高位水平。然而，目前充电网络建设远落后于规划。截至 2023 年底我国新能源汽车保有量 2041 万辆，车桩比 2.4:1，与《发展指南》规划的车桩比 1:1 相比存在较大差距，未来电动汽车充电行业成长空间巨大。

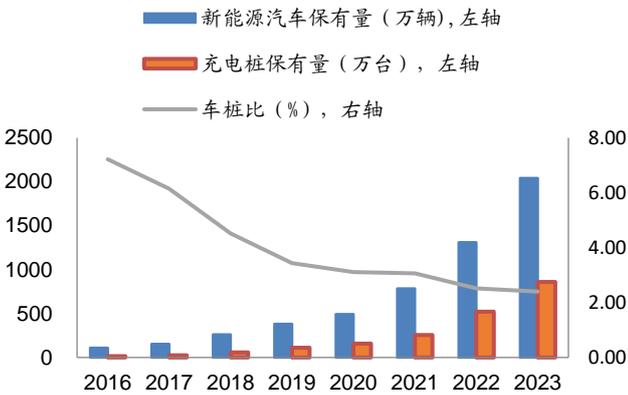
图表 43 2017-2023 年中国新能源消费量(亿吨标准煤,%) 图表 44 2015-2023 年中国电动车充电桩累计数量(万台,%)



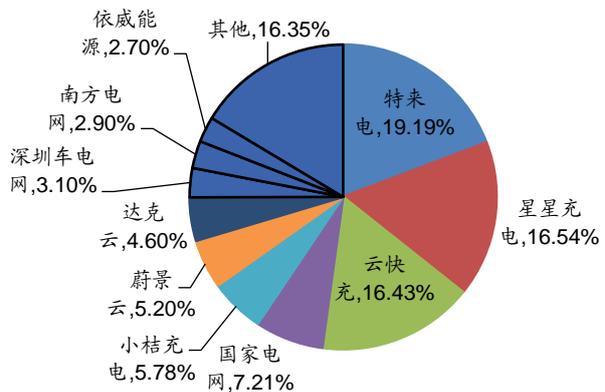
资料来源: 国家统计局, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

资料来源: EVCIPA, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

图表 45 2016-2023 年新能源汽车保有量、充电桩保有量及车桩比 (万辆, 万台, %)



图表 46 2023 年中国电动汽车公共充电桩市场份额占比 CR10 (%)



资料来源: 公安部交管局, EVCIPA, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

围绕电动汽车全面场景化充放电体验, 不断完善新能源业务产品布局。在充电桩和充电桩业务上, 公司根据 B 端和 C 端不同的特性推出系列产品: B 端推出以群充为代表的快充直流桩; C 端则开发出创新式铝挤一体化“可移动式充电桩”, 实现固定充、多点快充、便携充等多类续电场景使用。为了丰富 C 端用户选择, 继经典款风尚桩后, 公司又推出了产品功率覆盖 7kW/11kW/21kW、适配绝大部分主流新能源车型的乐享款智能充电桩, 其具备 2.8 寸的清晰画显屏幕, 能够实时掌握充电状态。伴随电动汽车用户户外用电场景 (如露营、洗车、车辆救援) 的增加, 公司创新性开发放电转接头与防雷放电延长插座, 支持大功率及多类用电设备的使用。面向 B 端运营商市场, 公司通过全矩阵拓扑电路、与云平台或移动终端相结合的方式, 实现真正的动态功率分配, 充电系统更加智能高效; 通过多模块并联设计, 避免单模块故障影响使用, 有效提升设备可靠性; 同时, 群充产品可根据需求进行功率扩展, 支持运维平台远程故障诊断和远程 OTA、USB-OTA 升级, 有效提升了设备的可拓展性和先进适用性。在核心零部件上, 为了提升直流桩的整体稳定性和领先性, 公司全新自主研发的核心功率模块, 采用维也纳整流电路设计, 可以实现高效率的

功率转换和电能调节；公司采用的全灌胶工艺设计，可以有效提升电子产品的密封性、防潮性、防震性和散热性，大幅提高了产品的稳定性、可靠性和耐用性。

图表 47 公牛充电桩/枪产品矩阵

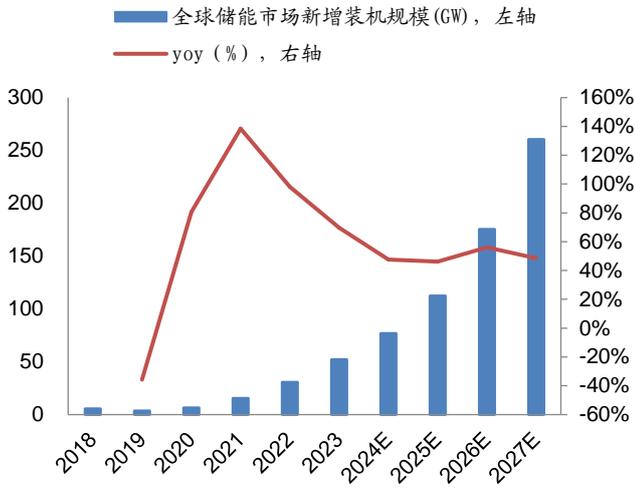


资料来源：公司官网，公司年报，华安证券研究所

4.2 储能业务：电工技术基础雄厚，创多元化能源产品

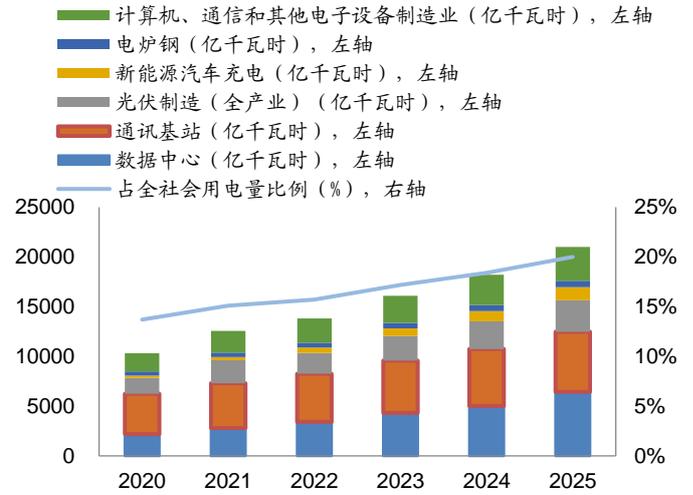
多元化能源产业发展激发储能需求。储能作为高效灵活性资源，将在传统电力系统往低碳、清洁化转型的过程中承担重要角色。且各国政府对气候问题的重视，加快可再生能源开发应用，使得大比例可再生能源电力并网，激发储能调峰调频需求，储能装机市场空间打开。根据沙利文数据，2023 年全球储能市场新增装机规模达到 52.10GW，2018 年至 2023 年复合增长率达到 56.22%。根据中关村储能产业技术联盟(CNESA)公布的预测数据，2020-2025 年新能源车充电的电力消费量从 210 亿千瓦时增长至 1316 亿千瓦时，CAGR 为 44.35%；“十四五”期间新型储能装机规模大幅增长，“碳中和”目标对可再生能源和储能行业都是巨大的利好，充分考虑各类直接或间接政策的支持，前瞻预计 2030 年中国新型储能装机规模有望达到 147GW(保守场景)、256GW(理想场景)，未来全球储能市场预计仍然保持高速增长速度。

图表 48 2018-2027 年全球储能市场新增装机规模及 yoy (GW, %)



资料来源：沙利文，华安证券研究所

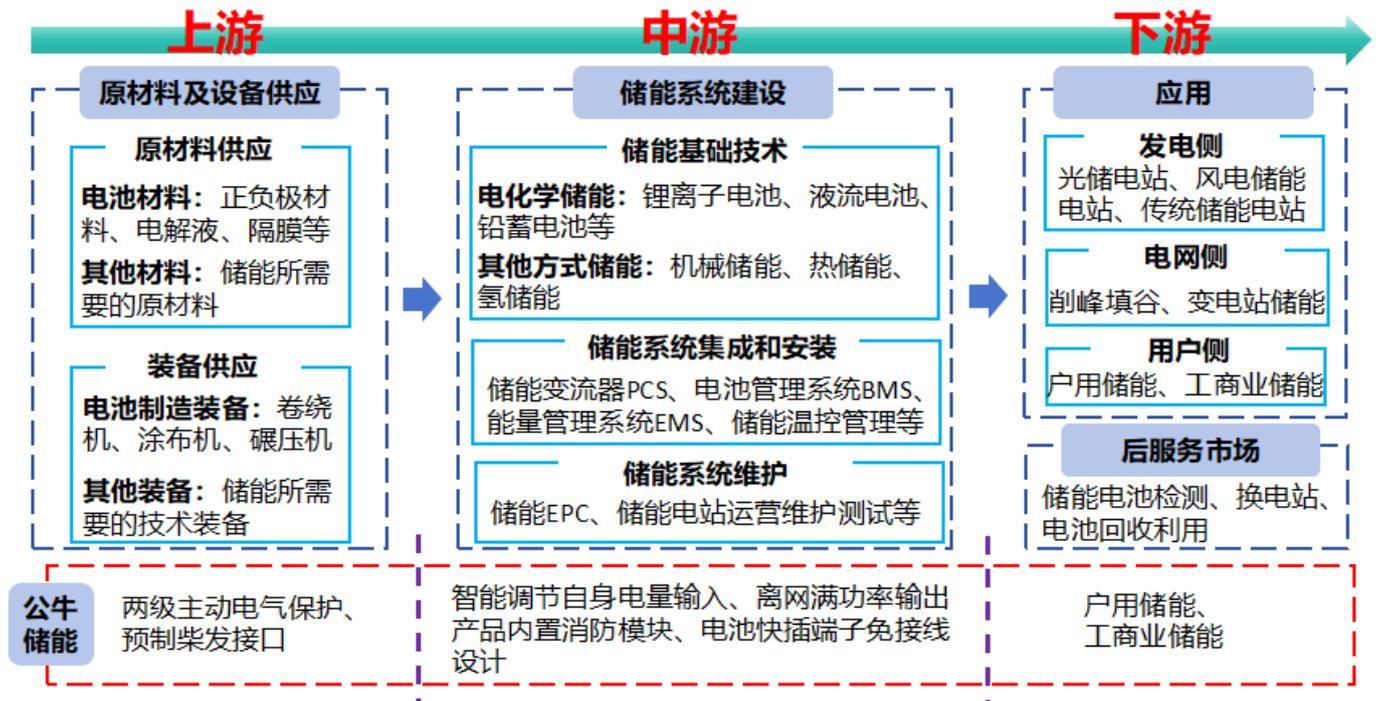
图表 49 2020-2025 中国新兴产业电力消费结构 (亿千瓦时, %)



资料来源：EVTank，北极星，中关村储能联盟，艾瑞研究院，华安证券研究所

在储能业务上，公牛针对欧洲以及国内市场，分别推出家庭储能和工商业储能产品。以工商业储能为例，公牛推出了 125KW、230KWh 液冷工商储能柜，能够极大满足国内中小商业用户对新型能源的储用以及工业用电峰谷间调配需求。从渠道端来看，面向 C 端，公牛主动拓展新能源汽贸店、美容装潢店等专业分销商。截至 2023 年末，其累计开发终端网点 1.7 万余家；B 端则重点围绕机关事业单位、企业、充电场站等场景的客户开发。经过前期的消费者需求和行业痛点洞察，家庭储能的安全性、易安装性、系统和结构等多方面都做了差异化设计：产品内置消防模块、两级主动电气保护、电池模块自动识别、电池快插端子免接线设计、最大支持 100A 高电流充放电、预制柴发接口等为了更好地满足国内中小工商业用户对于新型能源的储用以及工业用电峰谷间调配的需求，公司推出了 125kW、230kWh 液冷工商业储能柜，交流侧支持 32 台并机安装，单向转换效率达到行业领先水平；产品具有三重消防设计，具备变压器负荷跟踪功能，可智能调节自身电量输入；同时，全功率备用电源功能，可实现离网满功率输出，作为工商业备用电源使用，满足企业各类用电场景。

图表 50 公牛集团在储能供应链的产品性能布局



资料来源：公司年报，艾瑞咨询，华安证券研究所

5 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

(1) **电连接业务**：公司围绕家庭用电全场景，转换器产品推陈出新，带动单价和销量上升；数码配件业务依托渠道培育音频类新品，我们预计 2024-2026 年公司电连接业务收入同比增速分别为 5.0%/4.5%/4.0%。

(2) **智能电工照明**：公司在墙开市场已有稳固优势，份额稳健增长；加之 LED 照明业务的拓展，已经形成以无主灯为核心的全屋智能生态，我们预计 2024-2026 年公司智能电工照明业务收入同比增速分别为 8.0%/7.5%/7.0%。

(3) **新能源业务**：新能源市场前景广阔，公司凭借雄厚的民用电工技术打造优质产品进军国际市场，是未来中长期业绩增长点，我们预计 2024-2026 年公司新能源业务收入同比增速分别为 100.0%/80.0%/50.0%。

图表 51 公司分业务收入预测 (万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能电工照明	684,933.65	790,239.44	853,458.60	917,467.99	981,690.75
同比	23.4%	15.4%	8.0%	7.5%	7.0%
电连接	705,072.12	738,712.57	775,648.20	810,552.37	842,974.46
同比	9.9%	4.8%	5.0%	4.5%	4.0%
新能源	15,271.39	37,971.13	75,942.26	136,696.07	205,044.10
同比		148.6%	100.0%	80.0%	50.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

我们看好公司基于转换器和墙开产品积累的民用电工市场份额与渠道，推动电连接业务与智能照明业务稳健增长。伴随 LED 照明业务进一步的渠道变革与拓展，

智能家居生态与无主灯业务有望向好，加之积极推动国际化战略与拓展新能源市场，有望带来中长期业绩增长。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 170.77/186.74/203.25 亿元，分别同比增长 8.8%/9.4%/8.8%，归母净利润分别为 43.06/47.74/52.76 亿元，分别同比增长 11.3%/10.9%/10.5%。截至 2024 年 12 月 23 日，EPS 分别为 3.33/3.69/4.08 元，对应 PE 分别为 21.52/19.42/17.57 倍。

图表 52 盈利预测和估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15695	17077	18674	20325
收入同比 (%)	11.5%	8.8%	9.4%	8.8%
归属母公司净利润	3870	4306	4774	5276
净利润同比 (%)	21.4%	11.3%	10.9%	10.5%
毛利率 (%)	43.2%	43.2%	43.4%	43.5%
ROE (%)	26.8%	27.6%	28.1%	28.5%
每股收益 (元)	4.36	3.33	3.69	4.08
P/E	21.94	21.52	19.42	17.57
P/B	5.90	5.93	5.46	5.01
EV/EBITDA	17.22	17.26	15.65	14.25

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2024 年 12 月 23 日）

按照申万三级行业分类，公司所属行业分类为“轻工制造—家居用品—其他家居用品”，我们选取申万三级行业分类其他家居用品的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2024 年 12 月 23 日收盘价，根据 Wind 一致预期，其他家居用品公司的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 27.96/24.62/20.82 倍，公牛集团的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 21.45 /21.52/19.42 倍，公牛集团的 PE (TTM) 和 PE (2024E) 低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 53 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)
851491.SI	轻工制造—家居用品—其他家居用品 (申万)	27.96	24.62	20.82
603195.SH	公牛集团	21.45	21.52	19.42

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2024 年 12 月 23 日）

6 风险提示

- 宏观经济增速放缓风险。**公司主要产品为民用消费品，广泛应用于家庭、办公等用电场合。经济周期性波动将直接影响消费者的实际可支配收入水平和消费者收入结构，进而影响消费者对公司产品的需求。如国内宏观经济出现增速放缓或下滑，会影响到公司的业务发展和业绩增长。
- 市场竞争加剧风险。**民用电工领域市场竞争充分，参与者既有国内实力雄厚的众多企业，又有国际知名品牌。未来，民用电工及照明行业预计将保持较为激烈的竞争状态，市场竞争格局的演变存在不确定性，如公司不能适应新的竞争形势，不能巩固和扩大原有竞争优势，将会面临市场份额损失的风险。

- (3) **新业务发展不及预期的风险。**公司围绕新能源用电、智能家居场景，开拓了新能源、无主灯、智能门锁等新业务，但考虑到相关领域发展趋势、市场竞争、消费偏好变化等不确定性因素，不排除未来新业务存在发展不及预期的可能性。
- (4) **新渠道、新市场开拓不达预期风险。**公司针对消费者购买习惯的变化持续完善渠道布局，以装企为核心的 B 端业务，新能源业务服务的汽车后市场、B 端运营商等渠道与现有优势渠道的重合度相对较低；另外，海外市场处于业务拓展初期，尚需逐步构建竞争优势，不排除未来存在新渠道、新市场开拓不达预期的可能性。
- (5) **原材料价格波动风险。**公司生产所需要的原材料主要为铜材、塑料、组件、五金件、包材、电子件等，原材料采购价格与铜材、塑料等大宗商品价格存在一定相关性。原材料的采购价格对公司主营业务成本存在较大影响。若未来原材料采购价格大幅上涨或发生大幅波动，将不利于公司的成本控制，进而影响公司业绩。

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。